

## TAG Tegernsee

TEG GR

- Ertragslage war im ersten Quartal besser als im Vorjahr
- TAG kündigt für 2007 ein EBT von 31 Mio. EUR an

## Immobilien

Branche

9,59 EUR

Kurs

Hoch

Anlagerisiko

11,40 EUR

Kursziel

Halten

Rating bestätigt



Quelle: Bloomberg

## Bewertung je Aktie in EUR

|                           |       |
|---------------------------|-------|
| Net Asset Value 2006      | 11,00 |
| Economic Value Added 2008 | 11,40 |
| Fair Value                | 11,40 |
| 52-Wochen-Hoch            | 11,73 |
| 52-Wochen-Tief            | 7,76  |

## Relative Performance (%)

|       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|
| Index | 3M    | 6M    | 12M   |
| EPRA  | -17,4 | -12,3 | -27,8 |
| SDAX  | -24,2 | -16,4 | -40,1 |

## Kennzahlen / Kürzel

|                              |              |
|------------------------------|--------------|
| Börsenwert (Mio. EUR)        | 316          |
| Anzahl Aktien (Mio.)         | 32,6         |
| Volatilität in % p.a. (2006) | 27,1         |
| Bloomberg                    | TEG GR       |
| ISIN:                        | DE0008303504 |

## Anteilseigner

|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| Investorengruppe Dr. Ristow         | 6%  |
| Streubesitz (inkl. Institutionelle) | 94% |

## Analyst

Stefan Goronczy  
Senior Analyst Equity  
+49 40 33 33 12023  
stefan.goronczy@hsh-nordbank.com

## Bitte beachten Sie den Disclosure auf der vorletzten Seite.

Die operative Ertragslage verbesserte sich bei TAG im ersten Quartal. Zwar sanken die Umsätze aufgrund weniger Immobilienverkäufe um 1,8 Mio. EUR auf 12,8 Mio. EUR, aber die Rohertragsmarge stieg deutlich an. Dank eines geringeren Zinsaufwands erhöhte sich der Vorsteuergewinn auf 2,6 Mio. EUR. Der Jahresüberschuss stieg um 0,8 auf 1,3 Mio. EUR. Die operative Ertragswende des Vorjahres setzte sich damit fort. Nach dem Strategiewechsel zu mehr Bestandhaltung erwirtschaftete TAG bei gesunkenen Umsätzen einen etwa so hohen Rohertrag wie 2005. Der bereinigte Vorsteuergewinn stieg dank weniger Zinsaufwand und Zuschreibungen auf Anlageimmobilien von -33,2 auf +5,5 Mio. EUR. Für die Aktionäre verblieb ein Jahresgewinn von 2,8 Mio. EUR. TAG sieht noch davon ab, daraus eine Dividende auszuschütten. Der NAV stieg inzwischen auf 11,00 EUR je Aktie.

Seit Ende 2006 investierte TAG in Immobilien in München, Leipzig, Wuppertal, Hamburg und Nürnberg. Ein Teil davon ging an die als G-REIT vorgesehene TAG Gewerbe. Seit Sommer 2006 erwarb der Konzern für über 260 Mio. EUR Immobilien. Die machen aber erst ein Drittel des angestrebten Bestandsaufbaus aus, so dass weitere 500 Mio. EUR investiert werden. Der geplante G-REIT hat bereits Immobilien von rund 200 Mio. EUR. Bis zur Emission soll der Immobilienbestand auf über 300 Mio. EUR ansteigen.

TAG kündigte für 2007 ein EBT von 31 Mio. EUR an, davon sollen rund 19 Mio. EUR Zuschreibungen sein. Wir nehmen TAG beim Wort und erhöhen unsere Gewinnschätzungen. Der Jahresüberschuss dürfte daraufhin auf rund 23,9 Mio. EUR empor schnellen. Daraus soll erstmals eine Dividende gezahlt werden. Der NAV sollte auf 11,60 EUR je Aktie steigen. Zudem dürfte es TAG gelingen dank der Zuschreibungen die geforderten Kapitalkosten zu erwirtschaften. Wir ermitteln daher nach unserem EVA-basierten Bewertungsmodell einen fairen Wert von 11,40 EUR je Aktie für 2008. Das Anlagerisiko schätzen wir unverändert als ein hohes ein. Wir bestätigen unser Rating Halten. Unser Kursziel auf Sicht von 12 Monaten heben wir auf 11,40 EUR an.

| Kennzahlen in Mio. EUR        | 2005  | 2006  | 2007e | 2008e | 2009e | 2010e | 2011e |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Betriebliche Erträge          | 160,0 | 113,6 | 143,7 | 177,8 | 182,5 | 200,0 | 209,4 |
| EBITDA                        | -1,9  | 5,1   | 28,2  | 46,0  | 58,8  | 69,6  | 75,8  |
| EBIT                          | -15,8 | 16,0  | 46,9  | 49,5  | 68,1  | 76,9  | 77,2  |
| EBT                           | -33,2 | 5,5   | 30,5  | 22,0  | 32,0  | 38,2  | 37,9  |
| Konzernjahresüberschuss       | -35,4 | 4,9   | 29,1  | 16,0  | 27,7  | 32,8  | 31,5  |
| Jahresüberschuss nach Dritten | -35,5 | 2,8   | 23,9  | 12,2  | 22,6  | 26,7  | 25,4  |
| EPS in EUR                    | -4,65 | 0,09  | 0,73  | 0,37  | 0,69  | 0,82  | 0,78  |
| Dividende                     | 0,00  | 0,00  | 0,10  | 0,20  | 0,30  | 0,40  | 0,50  |
| modifiziert KGV               | n.a.  | n.a.  | 13,1  | 25,8  | 13,9  | 11,7  | 12,3  |
| EV / EBITDA                   | n.a.  | n.a.  | 18,2  | 11,2  | 8,7   | 7,4   | 6,8   |

Quelle: HSH Nordbank

TAG setzt Ertragswende des Vorjahres erfolgreich fort

NAV steigt auf 11,00 EUR je Aktie

### Erstes Quartal besser als Im Vorjahr

TAG Tegernsee legte letzten Monat Geschäftszahlen zum ersten Quartal 2007 vor. Die operative Ertragslage verbesserte sich im Vorjahresvergleich. Zwar sanken die Umsätze aufgrund weniger Immobilienverkäufe um 1,8 Mio. EUR auf 12,8 Mio. EUR, die Rohertragsmarge stieg aber deutlich an. Es wurde mit 6,6 Mio. EUR ein absolut gemessen leicht höherer Rohertrag erzielt als vor einem Jahr. Die Miet- und Dienstleistungserträge sind durch die Investitionen in Anlageimmobilien und die Übernahme zusätzlicher Wohnungen in die Verwaltung für Dritte merklich angestiegen. Dank eines geringeren Zinsaufwands erhöhte sich der Vorsteuergewinn um 0,26 Mio. EUR auf 2,63 Mio. EUR. Für die Aktionäre verblieb nach Steuern und Ergebnisanteilen Dritter ein Gewinn von 1,3 Mio. EUR. Das sind 0,8 Mio. EUR mehr als 2006. TAG setzt damit die operative Ertragswende des Vorjahres fort. Der Hamburger Immobilienkonzern kehrte im Jahr 2006 nicht nur in die „schwarzen Zahlen“ zurück, sondern verbesserte sich auch operativ. So wurde nach dem Strategiewechsel hin zu mehr Bestandshaltung bei deutlich gesunkenen Umsätzen ein etwa ebenso hoher Rohertrag erwirtschaftet wie 2005. 2006 erzielte TAG 113,6 Mio. EUR betriebliche Erträge, das sind 46,3 Mio. EUR weniger als 2005. Der Rohertrag betrug 27,8 Mio. EUR. Die Rohertragsmarge verbesserte sich deutlich, blieb aber dennoch unter unseren Erwartungen. Das von uns bereinigte EBITDA verbesserte sich 2006 wegen geringerer sonstiger betrieblicher Aufwendungen von -1,9 Mio. EUR auf 5,1 Mio. EUR. Der bereinigte Vorsteuergewinn stieg dank weniger Zinsaufwand und Zuschreibungen auf Anlageimmobilien von 11,5 Mio. EUR auf 5,5 Mio. EUR. Für die Aktionäre verblieb ein Jahresüberschuss von 2,8 Mio. EUR. TAG sieht noch davon ab, daraus eine Dividende auszuschütten.

Im Bericht zum ersten Quartal gab TAG einen Anstieg des NAV um 78 Cent auf 11,00 EUR je Aktie bekannt. Dieses Plus ist vor allem auf die Wertsteigerungen der letztjährigen Akquisitionen zurückzuführen.

### Wachstumsstrategie und Vorbereitungen für G-REIT schreiten voran

Seit Ende 2006 hat der TAG-Konzern weitere Akquisitionen getätigt und Mittel aus den Kapitalerhöhungen des letzten Jahres investiert. In München erwarb TAG einen Bürokomplex, in Leipzig ein kleines Wohnimmobilienportfolio und in Wuppertal eine Gewerbeimmobilie. Des Weiteren kaufte TAG Büro- und Geschäftshäuser in Hamburg und Nürnberg für die als G-REIT vorgesehene TAG Gewerbe AG. Der Bau-Verein akquirierte ebenfalls in Nürnberg zwei große Mehrfamilienhäuser. Seit Sommer letzten Jahres investierte der Konzern damit über 260 Mio. EUR in neue Immobilien. Diese machen erst etwa ein Drittel des angestrebten Bestandsaufbaus aus, so dass TAG in den nächsten Monaten durch weitere Käufe von sich Reden machen dürfte. In einem Jahr sollten etwa weitere 500 Mio. EUR investiert sein. Die für 2007 geplanten Investitionen sollen sich jeweils zur Hälfte auf Wohn- und Gewerbeimmobilien aufteilen. Ein Teil der Gewerbeobjekte dürfte für die TAG Gewerbe bestimmt sein. Der geplante G-REIT hat bereits ein Gewerbeimmobilienvermögen von rund 200 Mio. EUR, das größtenteils vom Bau-Verein übernommen wurde. Bis zur Emission, die für das dritte Quartal 2007 angestrebt wird, soll der Immobilienbestand auf über

TAG Gewerbe soll als G-REIT im dritten Quartal kommen

300 Mio. EUR ansteigen. Neben den Zukäufen wird auch der Wohnungsneubau 2007/08 für den TAG-Konzern wieder eine Rolle spielen. So übernahm der Bau-Verein im April attraktive Entwicklungsflächen in zentraler Lage in Hamburg aus einem Joint-Venture und dürfte noch dieses Jahr beginnen, zu bauen. Geplant sind 370 Wohnungen.

### Entwicklung der Peergroup

Wir vergleichen TAG mit den europäischen Immobilienunternehmen, die auf Wohnimmobilien bzw. auf gemischte Portfolios fokussiert sind. Den Multiplikator EV / EBITDA sehen wir als ein geeignetes Vergleichskriterium an, da er unterschiedliche Unternehmensbesteuerung und Abschreibungsmodalitäten ausblendet. Anhand des EV / EBITDA-Multiplikators 2008 ist TAG erst bei erfolgreicher Realisierung des ambitionierten Wachstumskurses unterbewertet.

### Multiplum von vergleichbaren Immobilienaktien

| Unternehmen               | Anteil in %<br>Wohnen | Discount /<br>Premium in % | EV / EBITDA |             |             |
|---------------------------|-----------------------|----------------------------|-------------|-------------|-------------|
|                           |                       |                            | 2007e       | 2008e       | 2009e       |
| Gecina (F)                | 44                    | 41,4                       | 25,2        | 22,8        | 19,6        |
| Deutsche Wohnen (D)       | 98                    | 0,8                        | 16,7        | 15,6        | 12,6        |
| GAGFAH S.A. (D)           | 99                    | 32,5                       | n.a.        | n.a.        | n.a.        |
| Kungsliden (S)            | 22                    | n.a.                       | 19,1        | 17,8        | 16,8        |
| Immofinanz (A)            | 13                    | 21,1                       | 13,7        | 11,5        | 10,8        |
| <b>Durchschnitt</b>       | <b>55</b>             | <b>24,0</b>                | <b>18,6</b> | <b>16,9</b> | <b>14,9</b> |
| <b>TAG Tegnernsee (D)</b> | <b>64</b>             | <b>-12,5</b>               | <b>18,2</b> | <b>11,2</b> | <b>8,7</b>  |

\* Landeswährung; \*\* Schlusskurse

Quelle: Geschäftsberichte, Bloomberg bzw. HSH Nordbank

TAG ist erst bei erfolgreicher Realisierung des ambitionierten Wachstumskurses unterbewertet.

#### Premium/Discount to NAV April 2007

|       |                       |
|-------|-----------------------|
| 11,1% | Europa TOP20          |
| 5,1%  | Großbritannien        |
| 19,7% | Frankreich            |
| 22,9% | Niederlande / Belgien |
| 17,7% | Deutschland           |
| 19,3% | Schweden              |
| 24,8% | Schweiz / Österreich  |
| 17,7% | Spanien / Italien     |

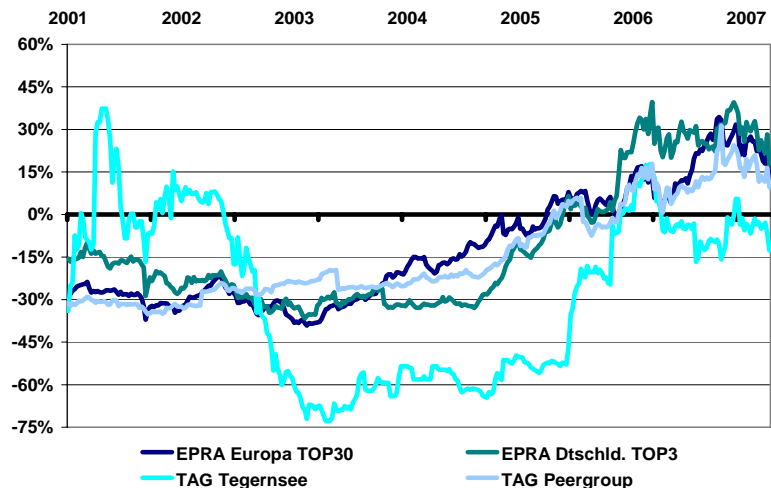
#### nach Portfolioschwerpunkten

|       |                            |
|-------|----------------------------|
| 11,9% | Büro                       |
| 14,5% | Einzelhandel               |
| 5,5%  | Wohnen                     |
| -6,1% | Logistik/Gewerbe/Industrie |
| 20,9% | Büro / Einzelhandel        |
| 14,5% | keine Schwerpunkte         |

Quelle: Geschäftsberichte, Bloomberg (Schlusskurse)  
HSH Nordbank

Die Zu- bzw. Abschläge zum Net Asset Value (NAV) divergieren hingegen aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Unternehmensbesteuerung. Der Abschlag zum NAV dürfte angesichts der hohen Erwartungen an das Management, das Wachstum gewinnträchtig zu realisieren, zunächst fortbestehen.

### Entwicklung des Premium / Discount zum NAV



Quelle: Geschäftsberichte, Bloomberg (Schlusskurse), HSH Nordbank

## SWOT-Analyse

### Strengths

- TAG hält Wohnimmobilienportfolios in Hamburg, Berlin, München und anderen deutschen Großstädten. Diese Metropolregionen profitieren von einem stetigen Zuzug und bleiben attraktive Wohnungsmärkte.
- Der Bau-Verein hat in Jahrzehnten Know-How als Bestandsentwickler aufgebaut und erfolgreich durch Portfolioakquisitionen und anschließender Modernisierung Wertschöpfung generiert.
- Das Leverage-Risiko hat durch die umfangreichen Kapitalerhöhungen erheblich abgenommen.
- Die Transparenz in der Berichterstattung hat sich verbessert.

### Weaknesses

- Die operative Ertragslage hat sich noch nicht über mehrere Jahre nachhaltig positiv entwickelt. Eine verlässliche Dividendenpolitik steht noch aus.
- TAG hat die optimale Unternehmensgröße noch nicht erreicht.

### Opportunities

- TAG profitiert von der Erholung des deutschen Immobilienmarktes.
- Die REITs sind in Deutschland eingeführt. TAG plant, eine Gewerbeimmobilientochtergesellschaft als REIT zu positionieren. Damit werden neue Investoren gewonnen und langfristig könnte auch TAG selbst zum REIT werden.
- Der effektive Streubesitz und die Marktkapitalisierung sind durch die Kapitalmaßnahmen deutlich angestiegen. Sollte sich auch der Börsenumsatz erhöhen, dürfte TAG in den SDAX und den EPRA-Index zurückkehren.
- Mit den geplanten Investitionen sollte die kritische Masse erreicht werden und die Skaleneffekte zunehmen.

### Threats

- Das Leverage-Risiko könnte durch zu hohe Investitionen wieder stark zunehmen.
- TAG akquiriert in einem Immobilienmarkt mit steigenden Preisen.
- Stark steigende Zinsen verteuern die Finanzierung von Immobilieninvestitionen und können zu sinkenden Immobilienpreisen führen.

## Ausblick und Bewertung

Der Vorstand gab kürzlich das Gewinnziel für 2007 bekannt. Es soll ein Vorsteuergewinn von 31 Mio. EUR erzielt werden. Darin sollen rund 19 Mio. EUR Zuschreibungen auf Immobilien enthalten sein. Während die Hälfte davon aus Modernisierungen des Altbestandes generiert würde, wäre die andere Hälfte

Gewinnschub soll schon 2007 eintreten.

NAV 2007 bei 11,60 EUR erwartet.

Fair Value 2008 auf 11,40 EUR angehoben, Rating bleibt bei hohem Risiko auf Halten.

auf marktbedingte Wertsteigerungen bei vorhandenen und zu akquirierenden Objekten zurückzuführen. Das Gewinnziel ist angesichts des Vorjahreserfolges von bereinigt 5,5 Mio. EUR zwar ambitioniert, aber von einem stark wachsenden Unternehmen durchaus erreichbar. Wir nehmen den Vorstand beim Wort und erhöhen unsere Schätzungen für die Wertzuschreibungen entsprechend. Des Weiteren rechnen wir dank der gut laufenden Konjunktur mit mehr und zu besseren Preisen verkauften Wohnungen. Zugleich gehen wir davon aus, dass sich die geplanten Investitionen etwas länger hinziehen werden als zunächst geplant. Deshalb senken wir unsere Schätzungen zu den Mieteinnahmen und dem Zinsaufwand. Für 2007 rechnen wir mit einem leicht erhöhten EBITDA von 28 Mio. EUR, für 2008 erwarten wir 46 Mio. EUR. Das EBIT dürfte sich 2007 wegen der avisierten Zuschreibungen auf knapp 47 Mio. EUR deutlich erhöhen. Trotz moderater erwarteter Zuschreibungen schätzen wir, dass das EBIT 2008 wegen investitionsbedingter Mietmehreinnahmen nochmals leicht steigt. In diesem Jahr dürfte der auf die Aktionäre entfallende Jahresüberschuss dank der erwarteten Zuschreibungen auf rund 23,9 Mio. EUR empor schnellen. Daraus soll laut dem Vorstand erstmals eine Dividende gezahlt werden. Nach der Realisierung des angestrebten Wachstums sollte die Dividende zügig ansteigen.

Der NAV wird durch die voraussichtlichen Wertsteigerungen im Bestand und die geplanten Zukäufe weiter zunehmen. Für 2007 rechnen wir mit einem Anstieg auf über 11,60 EUR je Aktie. Da die Zuschreibungen auch Teil des NOPATs sind, dürfte TAG 2007 die geforderten Kapitalkosten erwirtschaften. Auch langfristig gehen wir davon aus, dass dies gelingt. Entsprechend ermitteln wir nach unserem EVA-basierten Bewertungsmodell einen fairen Wert von 11,40 EUR für 2008. Das impliziert nur noch einen geringen Abschlag zum Ende 2007 erwarteten NAV von 2%. Das Anlagerisiko für die Aktie schätzen wir volatilitätsbedingt unverändert als ein hohes ein. Zudem ist die Erwartungshaltung an das Unternehmen, das ambitionierte Wachstum gewinnträchtig zu realisieren, sehr hoch. Wir bestätigen unser Rating Halten. Unser Kursziel auf Sicht von 12 Monaten heben wir auf 11,40 EUR an.

Bitte beachten Sie die Sensitivitätsanalysen im Tabellenanhang unter Economic Value Added.

**Gewinn- und Verlustrechnung**

| per 31.12. in Mio. EUR                 | 2004         | 2005         | 2006         | 2007e        | 2008e        | 2009e        | 2010e        | 2011e        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Mieteinnahmen                          | 29,5         | 27,1         | 25,1         | 53,0         | 85,8         | 107,7        | 125,0        | 132,7        |
| Immobilienverkäufe                     | 91,6         | 121,9        | 72,7         | 77,3         | 78,8         | 61,3         | 60,8         | 61,8         |
| Übriges                                | 0,2          | 4,6          | 9,5          | 5,4          | 5,8          | 6,3          | 6,8          | 7,3          |
| <b>Umsatzerlöse</b>                    | <b>121,3</b> | <b>153,5</b> | <b>107,3</b> | <b>135,7</b> | <b>170,4</b> | <b>175,2</b> | <b>192,6</b> | <b>201,8</b> |
| Bestandsveränderung                    | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| akt. Eigenleistung                     | 0,8          | 0,0          | 0,0          | 1,5          | 1,2          | 1,0          | 1,0          | 1,0          |
| sonstiger betrieblicher Ertrag         | 9,3          | 6,4          | 6,3          | 6,5          | 6,2          | 6,3          | 6,4          | 6,6          |
| davon realisierte Buchgewinne          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Betriebliche Erträge</b>            | <b>131,4</b> | <b>160,0</b> | <b>113,6</b> | <b>143,7</b> | <b>177,8</b> | <b>182,5</b> | <b>200,0</b> | <b>209,4</b> |
| bezogener Aufwand                      | 91,7         | 132,7        | 85,8         | 89,4         | 103,7        | 95,0         | 99,9         | 103,0        |
| Personalkosten                         | 8,8          | 9,2          | 10,1         | 10,6         | 10,8         | 11,1         | 11,4         | 11,6         |
| Operating Lease                        | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Sonstiger betrieblicher Aufwand        | 14,9         | 18,9         | 11,5         | 15,8         | 17,5         | 18,1         | 19,8         | 19,6         |
| Sonstige Steuern                       | 1,1          | 1,0          | 1,0          | 0,4          | 0,4          | 0,3          | 0,2          | 0,2          |
| Beteiligungsergebnis (at cost Beteil.) | 0,1          | -0,1         | 0,0          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          |
| Ergebnis at equity Beteiligungen       | -0,4         | 0,0          | -0,1         | 0,6          | 0,6          | 0,6          | 0,7          | 0,7          |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>14,6</b>  | <b>-1,9</b>  | <b>5,1</b>   | <b>28,2</b>  | <b>46,0</b>  | <b>58,8</b>  | <b>69,6</b>  | <b>75,8</b>  |
| Amortization                           | 0,0          | 19,8         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Abschreibungen Finanzanlagen           | 0,2          | 0,9          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| planmäßige Abschreibungen              | 0,5          | 0,7          | 0,6          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,5          |
| Neubewertung Immobilien                | 7,6          | 7,5          | 11,6         | 19,2         | 4,1          | 9,9          | 7,9          | 2,0          |
| <b>EBIT</b>                            | <b>21,4</b>  | <b>-15,8</b> | <b>16,0</b>  | <b>46,9</b>  | <b>49,5</b>  | <b>68,1</b>  | <b>76,9</b>  | <b>77,2</b>  |
| Zinserträge                            | 1,3          | 1,0          | 2,6          | 2,6          | 0,8          | 0,9          | 0,9          | 0,5          |
| Zinsaufwand                            | 19,5         | 18,4         | 13,1         | 19,0         | 28,3         | 36,9         | 39,6         | 39,8         |
| <b>Zinsergebnis</b>                    | <b>-18,2</b> | <b>-17,4</b> | <b>-10,5</b> | <b>-16,4</b> | <b>-27,5</b> | <b>-36,1</b> | <b>-38,7</b> | <b>-39,4</b> |
| sonstiges Finanzergebnis               | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>            | <b>3,2</b>   | <b>-33,2</b> | <b>5,5</b>   | <b>30,5</b>  | <b>22,0</b>  | <b>32,0</b>  | <b>38,2</b>  | <b>37,9</b>  |
| EE-Steueraufwand                       | 1,0          | 2,1          | 0,5          | 1,4          | 6,0          | 4,3          | 5,3          | 6,4          |
| Steueraufwandsquote in %               | 27,3         | -6,4         | 9,8          | 4,7          | 27,9         | 13,6         | 14,2         | 17,2         |
| <b>Konzernjahresüberschuss</b>         | <b>2,3</b>   | <b>-35,4</b> | <b>4,9</b>   | <b>29,1</b>  | <b>16,0</b>  | <b>27,7</b>  | <b>32,8</b>  | <b>31,5</b>  |
| Ergebnisanteile Dritter                | -0,2         | -0,1         | -2,1         | -5,2         | -3,9         | -5,1         | -6,1         | -6,1         |
| <b>Jahresüberschuss</b>                | <b>2,1</b>   | <b>-35,5</b> | <b>2,8</b>   | <b>23,9</b>  | <b>12,2</b>  | <b>22,6</b>  | <b>26,7</b>  | <b>25,4</b>  |
| Ausschüttungsquote in %                | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 13,6         | 53,6         | 43,2         | 48,7         | 64,0         |
| <b>Ausschüttung</b>                    | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>3,3</b>   | <b>6,5</b>   | <b>9,8</b>   | <b>13,0</b>  | <b>16,3</b>  |
| Bereinigung                            | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Bereinigtes Ergebnis</b>            | <b>2,1</b>   | <b>-35,5</b> | <b>2,8</b>   | <b>23,9</b>  | <b>12,2</b>  | <b>22,6</b>  | <b>26,7</b>  | <b>25,4</b>  |
| <b>Ergebnis je Aktie in EUR</b>        | <b>0,33</b>  | <b>-4,65</b> | <b>0,09</b>  | <b>0,73</b>  | <b>0,37</b>  | <b>0,69</b>  | <b>0,82</b>  | <b>0,78</b>  |
| <b>Dividende je Aktie in EUR</b>       | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,10</b>  | <b>0,20</b>  | <b>0,30</b>  | <b>0,40</b>  | <b>0,50</b>  |

Quelle: HSH Nordbank

**Bilanz**

per 31.12. in Mio. EUR

|   | 2004         | 2005         | 2006         | 2007e        | 2008e          | 2009e          | 2010e          | 2011e          |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Langfristiges Vermögen</b>           |              |              |              |              |                |                |                |                |
| Geschäfts-/Firmenwert                   | 19,7         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Übriges immat. Vermögen                 | 0,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Immobilienanlagen                       | 112,6        | 119,0        | 172,1        | 393,6        | 599,9          | 687,3          | 752,6          | 759,6          |
| Übrige Sachanlagen                      | 5,1          | 4,9          | 4,8          | 4,8          | 4,8            | 4,8            | 4,8            | 4,8            |
| Finanzanlagen                           | 2,9          | 1,9          | 2,3          | 2,3          | 2,3            | 2,3            | 2,3            | 2,3            |
| Anteile at equity Beteiligungen         | 1,0          | 4,3          | 3,9          | 3,9          | 3,9            | 3,9            | 3,9            | 3,9            |
| Forderungen / sonstiges Vermögen        | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| aktive latente Steuern                  | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| aktive Rechnungsabgrenzung lgfr.        | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
|   | <b>141,4</b> | <b>130,2</b> | <b>183,1</b> | <b>404,6</b> | <b>610,9</b>   | <b>698,2</b>   | <b>763,6</b>   | <b>770,6</b>   |
| <b>Kurzfristiges Vermögen</b>           |              |              |              |              |                |                |                |                |
| Vorräte                                 | 355,9        | 255,7        | 344,0        | 361,6        | 377,3          | 386,5          | 378,4          | 370,3          |
| Forderungen aus L&L                     | 38,2         | 67,9         | 37,3         | 50,3         | 53,3           | 45,6           | 40,0           | 41,9           |
| sonstige kurzfr. Ford. u. Vermögen      | 7,4          | 12,8         | 10,6         | 13,4         | 16,5           | 17,0           | 18,6           | 19,0           |
| Finanzielle Vermögenswerte              | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Ertragsteueransprüche                   | 0,0          | 0,2          | 1,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Liquide Mittel u. Wertpapiere           | 4,8          | 15,7         | 113,1        | 17,2         | 21,3           | 21,9           | 24,0           | 25,1           |
| akt. Rechnungsabgrenzung kurzfristig    | 0,1          | 0,0          | 0,0          | 0,2          | 0,2            | 0,2            | 0,2            | 0,2            |
| eigene Anteile                          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| lgfr. Vermögen zum Verkauf              | 0,0          | 0,0          | 4,2          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
|   | <b>406,5</b> | <b>352,3</b> | <b>510,1</b> | <b>442,7</b> | <b>468,7</b>   | <b>471,1</b>   | <b>461,1</b>   | <b>456,5</b>   |
| <b>Aktiva</b>                           | <b>547,9</b> | <b>482,5</b> | <b>693,3</b> | <b>847,3</b> | <b>1.079,6</b> | <b>1.169,3</b> | <b>1.224,8</b> | <b>1.227,1</b> |
| <b>Eigenkapital</b>                     |              |              |              |              |                |                |                |                |
| Gezeichnetes Kapital                    | 6,2          | 10,0         | 32,6         | 32,6         | 32,6           | 32,6           | 32,6           | 32,6           |
| Kapitalrücklage                         | 83,2         | 76,7         | 219,7        | 219,7        | 219,7          | 219,7          | 219,7          | 219,7          |
| Gewinrücklage und Bilanzgewinn          | 1,8          | -4,5         | 4,7          | 28,6         | 37,5           | 53,6           | 70,5           | 82,9           |
| <b>Eigenkapital Aktionäre</b>           | <b>91,2</b>  | <b>82,2</b>  | <b>257,0</b> | <b>280,8</b> | <b>289,7</b>   | <b>305,8</b>   | <b>322,8</b>   | <b>335,2</b>   |
| Eigene Anteile                          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| EK-Anteile Dritter                      | 9,6          | 8,0          | 31,7         | 31,7         | 31,7           | 31,7           | 31,7           | 31,7           |
|   | <b>100,8</b> | <b>90,2</b>  | <b>288,7</b> | <b>312,6</b> | <b>321,5</b>   | <b>337,6</b>   | <b>354,5</b>   | <b>366,9</b>   |
| <b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>   |              |              |              |              |                |                |                |                |
| Pensionsrückstellungen                  | 2,5          | 2,3          | 2,2          | 2,3          | 2,3            | 2,4            | 2,5            | 2,5            |
| Sonstige lgfr. Rückstellungen           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| lgfr. Finanzschulden/-kredite           | 88,7         | 88,1         | 37,7         | 115,0        | 120,0          | 120,0          | 120,0          | 120,0          |
| übrige zinstragende Verbindlichkeiten   | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| langfristige Verbindlichkeiten L&L      | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Sonstige langfristige Verbindlichkeiten | 4,2          | 0,4          | 0,4          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| passive latente Steuern                 | 0,5          | 1,6          | 1,5          | 1,5          | 1,5            | 1,5            | 1,5            | 1,5            |
| passive Rechnungsabgrenzung lgfr.       | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
|   | <b>95,9</b>  | <b>92,5</b>  | <b>41,8</b>  | <b>118,8</b> | <b>123,8</b>   | <b>123,9</b>   | <b>123,9</b>   | <b>124,0</b>   |
| <b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>   |              |              |              |              |                |                |                |                |
| Sonstige kurzfristige Rückstellungen    | 0,0          | 15,9         | 12,4         | 15,6         | 19,3           | 19,8           | 21,8           | 22,8           |
| kurzfristige Finanzschulden/-kredite    | 271,2        | 238,2        | 271,1        | 301,1        | 492,9          | 562,9          | 587,6          | 570,2          |
| übrige zinstragende Verbindlichkeiten   | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| kurzfristige Verbindlichkeiten L&L      | 33,9         | 17,0         | 72,4         | 91,6         | 113,3          | 116,3          | 127,5          | 133,4          |
| Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten      | 45,0         | 27,7         | 3,9          | 4,9          | 6,0            | 6,2            | 6,8            | 7,1            |
| Ertragsteuerverbindlichkeit             | 1,0          | 1,0          | 2,7          | 2,7          | 2,7            | 2,7            | 2,7            | 2,7            |
| passive Rechnungsabgrenzung kurzfr.     | 0,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Schulden aus Verkauf lgfr. Vermögen     | 0,0          | 0,0          | 0,3          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
|   | <b>351,2</b> | <b>299,7</b> | <b>362,7</b> | <b>415,9</b> | <b>634,3</b>   | <b>707,9</b>   | <b>746,3</b>   | <b>736,2</b>   |
| <b>Passiva</b>                          | <b>547,9</b> | <b>482,5</b> | <b>693,3</b> | <b>847,3</b> | <b>1.079,6</b> | <b>1.169,3</b> | <b>1.224,8</b> | <b>1.227,1</b> |

Quelle: HSH Nordbank

**Kapitalflußrechnung**

| per 31.12. in Mio. EUR                            | 2004         | 2005        | 2006         | 2007e         | 2008e         | 2009e        | 2010e        | 2011e        |
|---|--------------|-------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Jahresüberschuss                                  | 2,1          | -35,5       | 2,8          | 23,9          | 12,2          | 22,6         | 26,7         | 25,4         |
| - Ergebnisanteile Dritter                         | -0,2         | -0,1        | -2,1         | -5,2          | -3,9          | -5,1         | -6,1         | -6,1         |
| + Abschreibungen / Neubewertung                   | -6,1         | 23,8        | -9,5         | -18,7         | -3,5          | -9,3         | -7,3         | -1,5         |
| - Zunahme Net Working Capital                     | -26,5        | -28,6       | 6,7          | 9,0           | -4,7          | -1,8         | -25,7        | -13,0        |
| - Zunahme lgfr. Forderungen/sonst.Vermögen        | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| + Zunahme lgfr. Rückstellungen                    | 0,0          | 4,1         | -3,7         | 0,1           | 0,1           | 0,1          | 0,1          | 0,1          |
| + Zunahme sonst. lgfr. Verbindl.                  | 3,2          | 0,0         | 0,0          | -0,4          | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| - Zunahme lat. Steuern u. RAP                     | -0,4         | 0,7         | 0,1          | 0,2           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| - Gewinne aus Anlagenabgängen                     | -0,1         | 0,0         | 0,8          | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| - at-equity Beteiligungsergebnis                  | 0,0          | 0,0         | -0,1         | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| - erhaltene Dividende                             | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| +/- sonstige cashunwirk. Aufwand / Ertrag         | -1,1         | -0,2        | 0,0          | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b> | <b>25,3</b>  | <b>20,2</b> | <b>-15,7</b> | <b>1,0</b>    | <b>17,3</b>   | <b>20,3</b>  | <b>51,3</b>  | <b>43,1</b>  |
| - Investitionen                                   | 5,2          | 5,1         | 28,3         | 202,8         | 202,8         | 78,0         | 58,0         | 5,5          |
| + Desinvestitionen                                | 0,1          | 5,1         | 8,1          | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| +/- Saldo Verkauf aufgegeb. Geschäft              | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 3,9           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Cash Flow aus Investitionen</b>                | <b>-5,2</b>  | <b>0,0</b>  | <b>-20,1</b> | <b>-198,9</b> | <b>-202,8</b> | <b>-78,0</b> | <b>-58,0</b> | <b>-5,5</b>  |
| Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen                 | 4,3          | 28,2        | 171,9        | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| + Zunahme Finanzverbindlichkeiten                 | -22,9        | -29,2       | -34,9        | 107,3         | 196,7         | 70,0         | 24,7         | -17,4        |
| - Dividendenzahlung (inkl. Dritter)               | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 5,2           | 7,1           | 11,6         | 15,9         | 19,1         |
| +/- sonstige Transaktionen                        | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Cash Flow aus Finanzierung</b>                 | <b>-18,6</b> | <b>-1,0</b> | <b>137,0</b> | <b>102,1</b>  | <b>189,6</b>  | <b>58,3</b>  | <b>8,9</b>   | <b>-36,5</b> |
| <b>Finanzmittelbestand Anfang</b>                 | <b>6,6</b>   | <b>8,2</b>  | <b>27,5</b>  | <b>128,6</b>  | <b>32,8</b>   | <b>36,9</b>  | <b>37,4</b>  | <b>39,5</b>  |
| <b>Veränderung Finanzmittel</b>                   | <b>1,6</b>   | <b>19,2</b> | <b>101,2</b> | <b>-95,8</b>  | <b>4,1</b>    | <b>0,6</b>   | <b>2,1</b>   | <b>1,1</b>   |
| <b>Finanzmittelbestand Ende</b>                   | <b>8,2</b>   | <b>27,5</b> | <b>128,6</b> | <b>32,8</b>   | <b>36,9</b>   | <b>37,4</b>  | <b>39,5</b>  | <b>40,7</b>  |

Quelle: HSH Nordbank

**Economic Value Added**

| in Mio. EUR  | 2007e       | 2008e        | 2009e       | 2010e       | 2011e       |
|--|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz   | 143,7       | 177,8        | 182,5       | 200,0       | 209,4       |
| <b>EBIT</b>  | 46,9        | 49,5         | 68,1        | 76,9        | 77,2        |
| + implizite Kapitalkosten für Pensionsrückstellungen | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| + Zinsanteil Leasingraten                            | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| + planmäßige AfA Immobilien                          | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| - cash operating taxes                               | -2,3        | -13,9        | -9,3        | -11,0       | -13,2       |
| <b>NOPAT</b>   | <b>44,6</b> | <b>35,7</b>  | <b>58,8</b> | <b>65,9</b> | <b>64,0</b> |
| Invested Capital Jahresanfang                        | 655,2       | 797,6        | 1.008,4     | 1.080,0     | 1.107,4     |
| Invested Capital Jahresende                          | 797,6       | 1.008,4      | 1.080,0     | 1.107,4     | 1.089,2     |
| Invested Capital Durchschnitt                        | 726,4       | 903,0        | 1.044,2     | 1.093,7     | 1.098,3     |
| Capital Charge (IC*WACC)                             | 40,3        | 53,0         | 64,7        | 65,0        | 63,4        |
| ROIC in %  | 6,14        | 3,95         | 5,63        | 6,03        | 5,83        |
| WACC in %  | 5,55        | 5,87         | 6,19        | 5,94        | 5,77        |
| Spread ROIC - WACC in %                              | 0,59        | -1,92        | -0,57       | 0,08        | 0,05        |
| <b>EVA</b>   | <b>4,3</b>  | <b>-17,4</b> | <b>-5,9</b> | <b>0,9</b>  | <b>0,6</b>  |
| WACC   | 5,55        | 5,87         | 6,19        | 5,94        | 5,77        |
| Diskontfaktoren                                      | 0,9700      | 0,9162       | 0,8627      | 0,8143      | 0,7699      |
| Barwerte   | 4,2         | -15,9        | -5,1        | 0,7         | 0,5         |

Quelle: HSH Nordbank

|   |              |
|---|--------------|
| Barwerte Planungsphase                          | -15,7        |
| + Barwert Terminal Value, Terminal Growth: 2,0% | 12,5         |
| <b>= Market Value Added 2007</b>                | <b>-3,2</b>  |
| <b>Market Value Added 2008</b>                  | <b>-7,5</b>  |
| + Net Asset Value 2007                          | 390,4        |
| = Shareholder Value vor Dritten                 | 382,8        |
| - Anteile Dritter am Jahresanfang               | 11,5         |
| <b>= Shareholder Value in Mio. EUR</b>          | <b>371,3</b> |
| Anzahl ausstehende Aktien in Mio.               | 33           |
| <b>Shareholder Value je Aktie in EUR</b>        | <b>11,40</b> |
| Discount / Premium EVA in % zum NAV             | -2,0         |

**Sensitivitätsanalyse je Aktie in EUR**

| Beta | Terminal Growth |              |       |
|------|-----------------|--------------|-------|
|      | 1,5%            | 2,0%         | 2,5%  |
| 0,50 | 11,37           | 11,42        | 11,49 |
| 0,60 | 11,35           | <b>11,40</b> | 11,47 |
| 0,70 | 11,34           | 11,39        | 11,45 |

Quelle: HSH Nordbank

**Zinsannahmen**

|                     |             |
|---------------------|-------------|
| Risikofreier Zins   | 5,50        |
| Risikoprämie Markt  | 3,50        |
| Beta                | 0,60        |
| <b>EK-Zins</b>      | <b>7,60</b> |
| EK-Gewicht          | 21,0        |
| FK-Zins vor Steuern | 5,26        |
| Steuerquote         | 4,7         |
| <b>WACC in 2007</b> | <b>5,55</b> |

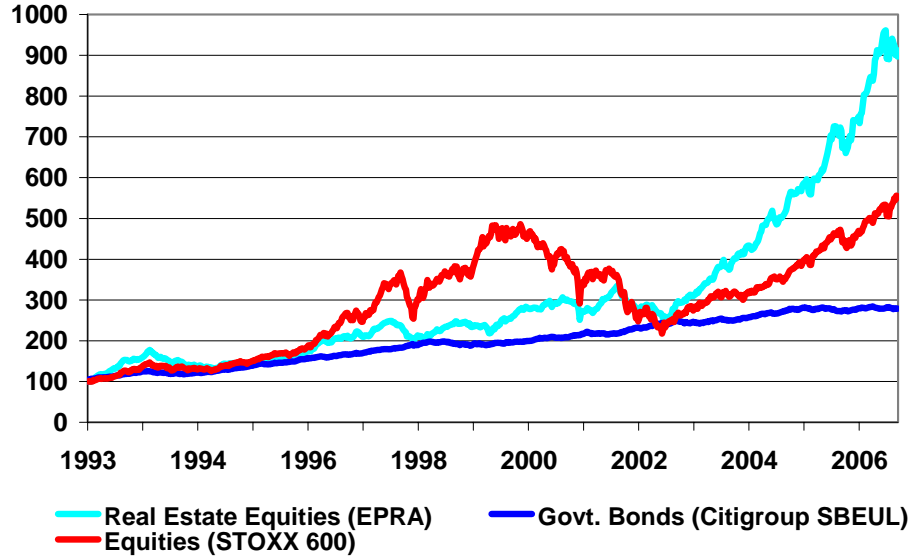
Quelle: HSH Nordbank

**Kennzahlenüberblick**

| per 31.12.                                  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007e  | 2008e | 2009e | 2010e | 2011e |
|---|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b><u>Kennzahlen in %:</u></b>              |       |       |       |        |       |       |       |       |
| Brutto-Marge                                | 30,2  | 17,0  | 24,5  | 37,8   | 41,7  | 47,9  | 50,0  | 50,8  |
| EBITDA-Marge                                | 11,1  | -1,2  | 4,5   | 19,7   | 25,9  | 32,2  | 34,8  | 36,2  |
| EBIT-Marge                                  | 16,3  | -9,9  | 14,1  | 32,6   | 27,9  | 37,3  | 38,4  | 36,9  |
| Umsatzrendite vor Steuern                   | 2,5   | -20,8 | 4,8   | 21,2   | 12,4  | 17,5  | 19,1  | 18,1  |
| Umsatzrendite nach Steuern                  | 1,6   | -22,2 | 2,5   | 16,6   | 6,8   | 12,4  | 13,4  | 12,1  |
| Steuerquote                                 | 27,3  | -6,4  | 9,8   | 4,7    | 27,9  | 13,6  | 14,2  | 17,2  |
| Eigenkapitalrendite (Buchwerte)             | 2,0   | -37,1 | 1,5   | 7,9    | 3,8   | 6,9   | 7,7   | 7,1   |
| Eigenkapitalrendite (Marktwerte)            | 2,7   | -37,7 | 1,6   | 6,7    | 3,3   | 5,9   | 6,9   | 6,5   |
| ROIC  | 3,14  | -3,83 | 2,64  | 6,14   | 3,95  | 5,63  | 6,03  | 5,83  |
| Ausschüttungsquote                          | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 13,6   | 53,6  | 43,2  | 48,7  | 64,0  |
| <b><u>Kennzahlen absolut:</u></b>           |       |       |       |        |       |       |       |       |
| Netto-Verschuldung / EK Buchwert            | 3,55  | 3,47  | 0,69  | 1,28   | 1,85  | 1,97  | 1,94  | 1,82  |
| Gesamtverschuldung / EK Buchwert            | 3,57  | 3,62  | 1,07  | 1,33   | 1,91  | 2,02  | 2,00  | 1,88  |
| EK Buchwert / Bilanzsumme                   | 0,18  | 0,19  | 0,42  | 0,37   | 0,30  | 0,29  | 0,29  | 0,30  |
| Netto-Verschuldung / EK Marktwert           | 3,68  | 3,59  | 0,58  | 1,06   | 1,51  | 1,68  | 1,73  | 1,68  |
| Gesamtverschuldung / EK Marktwert           | 3,71  | 3,74  | 0,90  | 1,10   | 1,56  | 1,73  | 1,78  | 1,74  |
| EK Marktwert / Invested Capital             | 0,21  | 0,21  | 0,53  | 0,48   | 0,39  | 0,37  | 0,36  | 0,36  |
| FCF / Verschuldung                          | 0,08  | 0,09  | -0,03 | -0,39  | -0,26 | -0,02 | 0,14  | 0,11  |
| Investitionen / CF aus lf. Gesch.           | 0,26  | 0,26  | -1,35 | 211,49 | 11,73 | 3,85  | 1,13  | 0,13  |
| Net Working Capital / Umsatz                | 2,45  | 1,72  | 2,65  | 2,16   | 1,72  | 1,67  | 1,39  | 1,27  |
| Investitionen / Umsatz                      | 0,05  | 0,03  | 0,19  | 1,41   | 1,14  | 0,43  | 0,29  | 0,03  |
| <b><u>Bewertungskennzahlen:</u></b>         |       |       |       |        |       |       |       |       |
| aktueller Börsenkurs in EUR                 |       |       |       | 9,63   |       |       |       |       |
| Marktkapitalisierung in Mio. EUR            |       |       |       | 314    |       |       |       |       |
| EV in Mio. EUR                              |       |       |       | 514    |       |       |       |       |
| EV / Sales                                  |       |       |       | 3,6    | 2,9   | 2,8   | 2,6   | 2,5   |
| EV / EBITDA                                 |       |       |       | 18,2   | 11,2  | 8,7   | 7,4   | 6,8   |
| EV / EBIT                                   |       |       |       | 11,0   | 10,4  | 7,5   | 6,7   | 6,7   |
| KUV   |       |       |       | 2,2    | 1,8   | 1,7   | 1,6   | 1,5   |
| KGV   |       |       |       | 13,1   | 25,8  | 13,9  | 11,7  | 12,3  |
| adj. KGV (+ AfA)                            |       |       |       | 13,1   | 25,8  | 13,9  | 11,7  | 12,3  |
| <b><u>Net Asset Value:</u></b>              |       |       |       |        |       |       |       |       |
| Net Asset Value in Mio. EUR                 | 100,8 | 90,2  | 369,8 | 390,4  | 406,6 | 408,1 | 410,2 | 406,4 |
| NAV in EUR je Aktie (inkl. Anteile Dritter) | 16,27 | 11,84 | 11,36 | 11,99  | 12,49 | 12,53 | 12,60 | 12,48 |
| NAV in Mio. EUR ohne Anteile Dritter        | n.a.  | n.a.  | 358,3 | 378,8  | 395,1 | 396,6 | 398,6 | 394,9 |
| NAV in EUR je Aktie (exkl. Anteile Dritter) | n.a.  | n.a.  | 11,00 | 11,63  | 12,13 | 12,18 | 12,24 | 12,13 |
| NAV nach EPRA in Mio. EUR (dis. 10 J.)      | 97,0  | 87,2  | 361,3 | 379,2  | 393,1 | 394,8 | 397,4 | 396,5 |
| NAV nach EPRA in EUR je Aktie               | 15,66 | 11,44 | 11,10 | 11,64  | 12,07 | 12,12 | 12,20 | 12,18 |

Quelle: HSH Nordbank

**Value-Index European Asset-Classes 1993 - 2007**



Source: Bloomberg (last price), based on Performance Indices

| <b>Asset-Class-Analysis*</b> | <b>EPRA</b> | <b>Govt. Bonds</b> | <b>STOXX 600</b> |
|------------------------------|-------------|--------------------|------------------|
| <b>1993-2007</b>             |             |                    |                  |
| Returns p.a.                 | 17,1%       | 7,3%               | 14,2%            |
| Volatility p.a.              | 10,7%       | 3,7%               | 15,9%            |
| Sharpe Ratio                 | 1,25        | 0,97               | 0,66             |
| <b>2003-2007</b>             |             |                    |                  |
| Returns p.a.                 | 31,1%       | 3,5%               | 21,1%            |
| Volatility p.a.              | 12,0%       | 3,3%               | 13,1%            |
| Sharpe Ratio                 | 2,38        | 0,28               | 1,41             |

\* Performance Indices

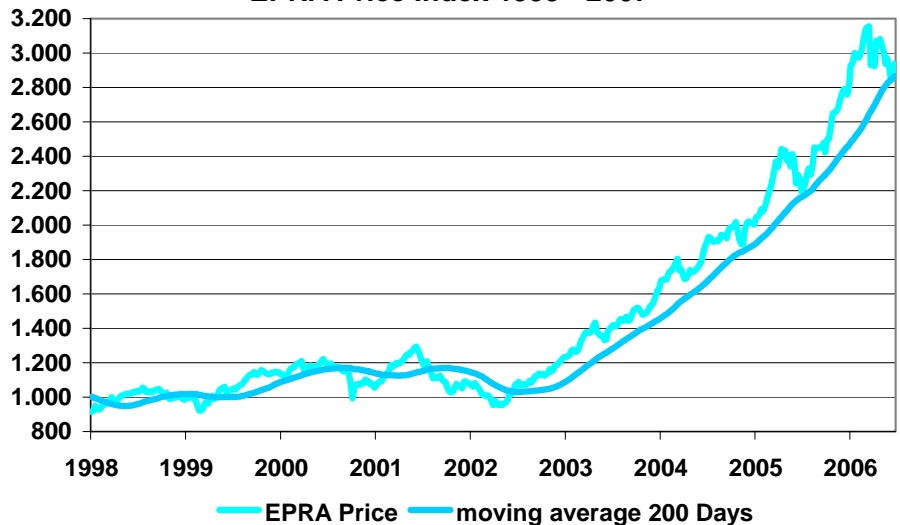
Source: Bloomberg, HSH Nordbank

| <b>Correlations*</b> |             |                    |                  |
|----------------------|-------------|--------------------|------------------|
| <b>1993-2007</b>     | <b>EPRA</b> | <b>Govt. Bonds</b> | <b>STOXX 600</b> |
| EPRA                 | 1,00        |                    |                  |
| Govt. Bonds          | 0,04        | 1,00               |                  |
| STOXX 600            | 0,61        | -0,02              | 1,00             |
| <b>2003-2007</b>     | <b>EPRA</b> | <b>Govt. Bonds</b> | <b>STOXX 600</b> |
| EPRA                 | 1,00        |                    |                  |
| Govt. Bonds          | -0,09       | 1,00               |                  |
| STOXX 600            | 0,60        | -0,37              | 1,00             |

\* Performance Indices

Source: Bloomberg, HSH Nordbank

**EPRA Price Index 1999 - 2007**



Source: Bloomberg (last price)

| Europäische Immobilienaktien* EPRA TOP 20 |         | Kurse 52 Wochen |        |        | Performance** in % |             |             |             |             | Dividendenrendite in % |             |             |             | EV / EBITDA |             |             |             | Wert in     | Umsatz in    | Beta***       |             |
|---|---------|-----------------|--------|--------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|---------------|-------------|
|   | Währung | Kurs            | hoch   | tief   | 3 Monate           | 6 Monate    | 1 Jahr      | 3 Jahr      | 5 Jahr      | FY -1                  | FY 0e       | FY+1e       | FY+2e       | FY -1       | FY 0e       | FY+1e       | FY+2e       | Mio. EUR    | Tsd. EUR**   | Faktor        |             |
| LAND SECURITIES GROUP PLC                 | UK      | GBP             | 1.757  | 2.357  | 1.693              | -16,5       | -18,9       | 1,8         | 17,7        | 17,0                   | 3,02        | 3,64        | 3,90        | 4,05        | 21,2        | 18,4        | 18,2        | 17,4        | 12.088       | 112.575       | 1,34        |
| BRITISH LAND CO PLC                       | UK      | GBP             | 1.334  | 1.748  | 1.178              | -13,0       | -13,7       | 9,9         | 26,7        | 19,6                   | 1,52        | 2,46        | 2,21        | 1,96        | 22,9        | 20,6        | 19,3        | 17,3        | 10.180       | 128.272       | 1,30        |
| UNIBAIL                                   | F       | EUR             | 195,30 | 241,50 | 122,00             | -16,0       | 5,1         | 52,9        | 49,1        | 33,7                   | 2,56        | 2,78        | 3,20        | 3,61        | 21,2        | 21,9        | 19,0        | 20,2        | 8.757        | 64.226        | 0,75        |
| RODAMCO EUROPE NV                         | NL      | EUR             | 101,87 | 121,70 | 71,00              | -3,1        | 8,6         | 31,7        | 33,9        | 24,4                   | 3,64        | 3,80        | 4,06        | 4,32        | 6,6         | 22,5        | 20,9        | 19,0        | 8.874        | 54.262        | 0,89        |
| HAMMERSON PLC                             | UK      | GBP             | 1.473  | 1.836  | 1.073              | -8,1        | -1,5        | 32,3        | 32,0        | 21,9                   | 1,47        | 1,73        | 1,91        | 2,06        | 32,4        | 28,2        | 25,9        | 23,7        | 6.192        | 96.695        | 1,37        |
| LIBERTY INTERNATIONAL PLC                 | UK      | GBP             | 1.132  | 1.422  | 982                | -9,0        | -14,7       | 11,3        | 18,0        | 16,9                   | 2,74        | 3,16        | 3,33        | 3,54        | 20,8        | 21,3        | 20,5        | 19,8        | 5.961        | 44.816        | 1,34        |
| IMMOFINANZ AG                             | A       | EUR             | 11,80  | 12,64  | 8,15               | -0,9        | 12,4        | 33,7        | 22,9        | 17,2                   | n.a.        | 0,00        | 0,42        | 1,27        | 35,2        | 13,7        | 11,5        | 10,8        | 5.079        | 45.603        | 0,22        |
| SEGRO PLC                                 | UK      | GBP             | 657,00 | 808,00 | 542,50             | -15,7       | -12,8       | 12,9        | 18,5        | 13,8                   | 2,89        | 3,43        | 3,72        | 3,95        | 22,2        | 20,3        | 18,7        | 17,8        | 4.471        | 19.241        | 1,31        |
| IMMOEAST AG                               | A       | EUR             | 11,10  | 12,45  | 8,14               | -5,0        | 2,4         | 29,1        | 23,6        | n.a.                   | n.a.        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | n.a.        | 31,5        | 17,7        | 12,9        | 8.880        | 27.213        | 0,21        |
| CORIO NV                                  | NL      | EUR             | 61,42  | 75,50  | 43,60              | -10,9       | 6,1         | 33,0        | 27,5        | 25,4                   | 3,99        | 4,24        | 4,51        | 4,83        | 9,5         | 20,7        | 18,9        | 17,1        | 4.072        | 25.208        | 0,85        |
| KLEPIERRE                                 | F       | EUR             | 132,58 | 164,70 | 80,20              | -13,2       | 0,4         | 53,4        | 37,5        | 30,3                   | 2,41        | 2,61        | 2,95        | 3,48        | 19,7        | 20,0        | 17,7        | 15,6        | 5.923        | 16.288        | 0,80        |
| DERWENT LONDON PLC                        | UK      | GBP             | 1.916  | 2.300  | 1.363              | -14,2       | -4,5        | 37,5        | 33,2        | 20,9                   | 0,77        | 1,17        | 1,62        | 1,91        | n.a.        | 34,2        | 24,5        | 20,6        | 2.772        | 16.295        | 1,13        |
| IVG IMMOBILIEN AG                         | D       | EUR             | 29,94  | 37,42  | 20,02              | -15,3       | -4,4        | 28,8        | 48,6        | 23,7                   | 1,67        | 1,79        | 2,04        | 2,29        | 13,9        | 15,9        | 14,3        | 13,7        | 3.390        | 25.529        | 0,85        |
| WERELDHAVE NV                             | NL      | EUR             | 103,50 | 118,00 | 70,50              | 4,3         | 9,4         | 42,2        | 22,9        | 19,4                   | 4,44        | 4,39        | 4,63        | 4,64        | 6,6         | 18,8        | 17,7        | 16,5        | 2.151        | 21.946        | 0,56        |
| CA IMMOBILIEN ANLAGEN AG                  | A       | EUR             | 23,52  | 24,97  | 20,62              | -2,9        | 3,4         | 6,9         | 7,5         | 6,8                    | n.a.        | 0,00        | 0,00        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 1.941        | 6.363         | 0,04        |
| PSP SWISS PROPERTY AG-REG                 | CH      | CHF             | 71,00  | 75,95  | 59,67              | -0,9        | 7,3         | 17,9        | 20,2        | 15,7                   | 0,00        | 3,20        | 3,47        | 3,29        | 26,8        | 24,6        | 23,5        | 22,8        | 2.023        | 4.032         | 0,34        |
| BRIXTON PLC                               | UK      | GBP             | 446,50 | 587,00 | 439,25             | -12,3       | -16,7       | -2,5        | 19,2        | 16,2                   | 2,73        | 3,08        | 3,18        | 3,63        | 23,4        | 20,5        | 20,1        | 20,9        | 1.763        | 15.091        | 1,26        |
| GREAT PORTLAND ESTATES PLC                | UK      | GBP             | 665,50 | 807,50 | 432,00             | -13,7       | 2,6         | 45,8        | 40,2        | 22,9                   | 1,70        | 1,77        | 1,85        | 1,86        | 43,9        | 16,2        | 13,8        | n.a.        | 1.741        | 14.852        | 1,05        |
| CASTELLUM AB                              | S       | SEK             | 91,50  | 107,00 | 56,50              | -7,1        | -4,6        | 36,9        | 31,7        | 27,8                   | 3,11        | 3,39        | 3,67        | 4,00        | 30,9        | 19,4        | 18,2        | 17,4        | 1.643        | 7.862         | 0,77        |
| FONCIERE DES REGIONS                      | F       | EUR             | 114,40 | 164,90 | 92,00              | -23,1       | -10,2       | 13,2        | 47,9        | 47,4                   | 3,50        | 4,37        | 4,71        | 5,08        | 25,6        | 12,1        | 10,6        | 9,9         | 3.863        | 15.491        | 0,81        |
| <b>Mittelwert</b>                         |         |                 |        |        |                    | <b>-9,8</b> | <b>-2,2</b> | <b>26,4</b> | <b>28,9</b> | <b>22,2</b>            | <b>2,48</b> | <b>2,55</b> | <b>2,77</b> | <b>3,15</b> | <b>22,5</b> | <b>21,1</b> | <b>18,5</b> | <b>17,4</b> | <b>5.088</b> | <b>38.093</b> | <b>0,86</b> |

\* Für deutsche Investoren: Jeweils Relevanz des Investmentgesetzes (früher AuslInvG) prüfen; \*\* annualisierte 3- und 5-Jahresrenditen; \*\*\* Durchschnitt letzter drei Monate; \*\*\*\* Beta Faktor zum heimischen Hauptbörsenindex; FY = Financial year  
Quelle: Bloomberg (Schlusskursbasis), Schätzungen: Bloomberg

| Deutsche Immobilienaktien DIMAX TOP 20 |         | Kurse 52 Wochen |       |        | Performance* in % |             |            |             |             | Dividendenrendite in % |             |             |             | EV / EBITDA |             |             |             | Wert in     | Umsatz in  | Beta***      |             |
|--|---------|-----------------|-------|--------|-------------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|--------------|-------------|
|  | Währung | Kurs            | hoch  | tief   | 3 Monate          | 6 Monate    | 1 Jahr     | 3 Jahr      | 5 Jahr      | FY -1                  | FY 0e       | FY+1e       | FY+2e       | FY -1       | FY 0e       | FY+1e       | FY+2e       | Mio. EUR    | Tsd. EUR** | Faktor       |             |
| IVG IMMOBILIEN AG                      | D       | EUR             | 29,85 | 37,42  | 20,02             | -15,7       | -4,5       | 28,3        | 48,4        | 23,8                   | 1,95        | 2,01        | 2,35        | 2,68        | 16,0        | 17,9        | 15,0        | 13,6        | 3.379      | 25.785       | 0,87        |
| GAGFAH SA                              | D       | EUR             | 19,03 | 26,10  | 18,14             | -12,0       | -25,5      | n.a.        | n.a.        | n.a.                   | 1,94        | 4,52        | 5,19        | 6,51        | 25,8        | 17,7        | 15,8        | 14,0        | 4.174      | 4.366        | n.a.        |
| DEUTSCHE WOHNEN AG-BR                  | D       | EUR             | 36,49 | 57,00  | 35,00             | -23,0       | -23,2      | -24,0       | n.a.        | n.a.                   | 3,49        | 4,80        | 4,80        | 4,80        | 26,6        | 18,2        | 14,6        | 12,2        | 731        | 1.913        | 0,81        |
| DEUTSCHE EUROSHP AG                    | D       | EUR             | 54,72 | 61,37  | 51,93             | -4,6        | 3,8        | 1,0         | 21,0        | 15,0                   | 3,89        | 3,84        | 3,84        | 4,20        | 10,8        | 20,5        | 15,0        | 15,5        | 946        | 3.156        | 0,53        |
| COLONIA REAL ESTATE AG                 | D       | EUR             | 30,68 | 42,83  | 23,35             | -14,6       | 0,4        | 31,4        | 215,8       | n.a.                   | n.a.        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | n.a.        | 10,9        | 8,9         | 7,2         | 702        | 1.882        | 0,05        |
| DIC ASSET AG                           | D       | EUR             | 27,53 | 33,88  | 16,91             | -16,2       | -4,0       | 26,6        | 145,0       | n.a.                   | 2,39        | 3,73        | 4,05        | 5,33        | 41,7        | 12,6        | 8,2         | 7,4         | 747        | 2.116        | 0,73        |
| VIVACON AG                             | D       | EUR             | 25,35 | 32,45  | 13,62             | -7,9        | 15,1       | 14,6        | 69,1        | 50,8                   | 2,05        | 1,66        | 1,74        | 1,97        | 6,9         | 9,2         | 8,7         | 8,2         | 494        | 3.168        | 0,99        |
| ALSTRIA OFFICE AG                      | D       | EUR             | 16,34 | 16,79  | 12,32             | n.a.        | n.a.       | n.a.        | n.a.        | n.a.                   | n.a.        | 0,92        | 1,76        | 4,67        | n.a.        | 14,3        | 13,0        | 12,8        | 910        | 5.274        | n.a.        |
| PATRIA IMMOBILIEN AG                   | D       | EUR             | 14,60 | 23,76  | 13,71             | -27,0       | -27,9      | -25,1       | n.a.        | n.a.                   | 0,67        | 1,37        | 2,05        | 2,74        | 22,4        | 7,6         | 5,7         | 4,7         | 765        | 4.870        | n.a.        |
| TAG TEGERNSEE IMMOB & BETEIL           | D       | EUR             | 9,63  | 11,73  | 7,76              | -10,2       | 4,0        | 10,8        | 8,6         | -17,3                  | n.a.        | 1,04        | 2,08        | 3,12        | n.a.        | 18,2        | 11,2        | 8,7         | 313        | 564          | 0,37        |
| VIB VERMOEGEN AG                       | D       | EUR             | 11,85 | 12,85  | 6,88              | 8,0         | 31,1       | 62,6        | n.a.        | n.a.                   | 0,50        | 1,64        | 1,97        | n.a.        | 44,1        | 14,6        | 9,8         | n.a.        | 204        | 171          | n.a.        |
| AIG INTERNATIONAL REAL ESTAT           | D       | EUR             | 46,00 | 46,30  | 36,01             | 5,9         | 14,5       | 15,9        | 26,3        | n.a.                   | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 179        | 71           | 0,04        |
| HAMBORNER AG                           | D       | EUR             | 36,50 | 38,33  | 26,72             | 9,0         | 17,5       | 21,6        | 21,6        | 14,7                   | 2,87        | 2,47        | 3,43        | 3,80        | 14,3        | 14,0        | 11,1        | 9,2         | 280        | 337          | 0,53        |
| POLIS IMMOBILIEN AG                    | D       | EUR             | 14,41 | 16,50  | 13,52             | n.a.        | n.a.       | n.a.        | n.a.        | n.a.                   | n.a.        | 2,24        | 4,37        | 5,53        | n.a.        | 21,2        | 12,2        | 9,3         | 150        | 465          | n.a.        |
| GBWAG BAYERISCHE WOHNUNGE              | D       | EUR             | 97,50 | 110,00 | 45,00             | 8,2         | 38,2       | 89,1        | 40,8        | 20,1                   | 0,67        | 1,54        | 2,05        | 2,56        | 66,8        | 22,8        | 18,7        | 17,1        | 633        | 77           | 0,13        |
| GAG IMMOBILIEN AG-PRF                  | D       | EUR             | 30,80 | 37,00  | 24,20             | -0,5        | 9,6        | 15,7        | 19,4        | 0,5                    | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 42,4        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 573        | 23           | 0,52        |
| ORCO GERMANY S.A.                      | D       | EUR             | 13,00 | 15,75  | 6,00              | -7,1        | 29,9       | 73,3        | n.a.        | n.a.                   | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 449        | 3            | n.a.        |
| DIBAG INDUSTRIEBAU AG                  | D       | EUR             | 45,00 | 55,00  | 31,00             | 21,6        | 32,4       | 39,3        | 30,4        | 17,9                   | 2,00        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 28,4        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 810        | 211          | 0,13        |
| BAU-VEREIN ZU HAMBURG AG               | D       | EUR             | 5,73  | 6,70   | 5,18              | -1,7        | -5,5       | 5,9         | 32,4        | 9,6                    | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 24,7        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 133        | 26           | 0,32        |
| GRUNDSTUECKS-UND BAUGESSELL            | D       | EUR             | 58,60 | 58,85  | 38,70             | 4,3         | 11,9       | 38,1        | 30,9        | 13,5                   | 0,60        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 19,2        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 418        | 39           | 0,21        |
| <b>Mittelwert</b>                      |         |                 |       |        |                   | <b>-4,6</b> | <b>6,5</b> | <b>25,0</b> | <b>54,6</b> | <b>14,9</b>            | <b>1,92</b> | <b>2,27</b> | <b>2,83</b> | <b>3,69</b> | <b>27,9</b> | <b>15,7</b> | <b>12,0</b> | <b>10,8</b> | <b>850</b> | <b>2.726</b> | <b>0,45</b> |

\* annualisierte 3- und 5-Jahresrenditen; \*\* Durchschnitt letzter drei Monate; \*\*\* Beta Faktor zum DAX; FY = Financial year

Quelle: Bloomberg (Schlusskursbasis), Schätzungen: Bloomberg, wenn keine eigenen

| HSH Nordbank<br>Coverages of<br>Real Estate stocks | Invest-<br>ment<br>Risk | Rating | Rating<br>last change   | Price* at<br>time of<br>publishing | Fair<br>Value | estimate<br>Price | Yield in %<br>Dividend | Yield in %<br>Total | current       |       | Disc./<br>Prem. |
|--|-------------------------|--------|-------------------------|------------------------------------|---------------|-------------------|------------------------|---------------------|---------------|-------|-----------------|
|  |                         |        |                         |                                    |               |                   |                        |                     | last<br>Price | NAV   |                 |
| IVG Immobilien                                     | high                    | hold   | 04/2007 price target up | 35,76                              | 34,50         | -3,5              | 1,3                    | -2                  | 29,85         | 23,56 | 26,7            |
| TAG Tegernsee                                      | high                    | hold   | 6/2007 price target up  | 9,59                               | 11,40         | 18,9              | 0,5                    | 19                  | 9,63          | 11,00 | -12,5           |
| Deutsche Euroshop                                  | middle                  | hold   | 11/2006 price target up | 54,27                              | 55,00         | 1,3               | 3,7                    | 5                   | 54,72         | 46,22 | 18,4            |
| Deutsche Wohnen                                    | high                    | hold   | 2/2007 price target up  | 46,43                              | 50,50         | 8,8               | 3,8                    | 13                  | 36,49         | 36,29 | 0,6             |

\* Open Price

Source: HSH Nordbank

| year | best and worst Investments* since 1993 |         |           |       | EU Govt. |
|------|--|---------|-----------|-------|----------|
|      | EPRA                                   | DAX 100 | STOXX 600 | REXP  | Bonds    |
| 1993 | 62,5%                                  | 46,3%   | 40,7%     | 14,7% | 25,2%    |
| 1994 | -14,4%                                 | -5,6%   | -6,4%     | -2,5% | -3,4%    |
| 1995 | 6,9%                                   | 6,3%    | 17,2%     | 16,7% | 17,2%    |
| 1996 | 21,2%                                  | 24,6%   | 24,5%     | 6,8%  | 11,3%    |
| 1997 | 18,6%                                  | 46,4%   | 43,1%     | 7,1%  | 9,9%     |
| 1998 | -1,8%                                  | 14,3%   | 19,7%     | 11,5% | 12,9%    |
| 1999 | 12,6%                                  | 35,3%   | 38,2%     | -1,9% | -2,3%    |
| 2000 | 17,4%                                  | -6,2%   | -3,8%     | 6,9%  | 7,5%     |
| 2001 | -0,6%                                  | -18,2%  | -15,5%    | 5,6%  | 5,6%     |
| 2002 | 4,0%                                   | -38,8%  | -28,0%    | 8,6%  | 8,9%     |
| 2003 | 19,9%                                  | 31,6%   | 13,2%     | 4,7%  | 4,2%     |
| 2004 | 40,7%                                  | 6,8%    | 11,0%     | 6,4%  | 7,7%     |
| 2005 | 26,1%                                  | 27,7%   | 26,7%     | 4,1%  | 5,8%     |
| 2006 | 47,0%                                  | 19,7%   | 18,1%     | -0,1% | -0,5%    |
| 2007 | -0,5%                                  | 20,9%   | 11,2%     | -0,6% | -1,3%    |

\* Performance Indices

Source: Bloomberg, HSH Nordbank

| Open ended funds Real Estate | Price in EUR |        | Prices 52 Weeks |       | Performance in % |          |        |         |         | Dividend    |
|------------------------------|--------------|--------|-----------------|-------|------------------|----------|--------|---------|---------|-------------|
|                              | bid          | ask    | high            | low   | 3 months         | 6 months | 1 year | 3 years | 5 years | Return in % |
| AXA IMMOSELECT               | 58,01        | 60,91  | 58,01           | 55,28 | 1,7              | 2,4      | 3,0    | 4,6     | n.a.    | 2,24        |
| CS EUROREAL-A=               | 60,08        | n.a.   | 61,17           | 58,87 | 1,1              | -1,7     | 0,2    | 3,9     | 4,2     | 3,83        |
| DEKA-IMMOBILIENEUROPA        | n.a.         | 49,10  | 48,88           | 45,60 | 1,6              | -4,3     | -2,6   | 3,7     | 3,7     | 7,05        |
| DEKA-IMMOBILIENFONDS         | n.a.         | 43,74  | 49,17           | 40,88 | 1,0              | -15,3    | -14,1  | 2,3     | 2,5     | 19,98       |
| UNIIMMO: DEUTSCHLAND         | 99,98        | 104,98 | 99,98           | 95,57 | 2,4              | 3,5      | 1,2    | 2,6     | 2,7     | 3,60        |
| UNIIMMO: EUROPA              | 58,06        | 60,96  | 58,90           | 56,76 | 1,5              | -1,3     | 0,6    | 3,0     | 3,3     | 3,70        |
| GRUNDBESITZ-EUROPA           | 42,60        | 42,95  | 42,55           | 38,48 | 1,1              | 5,3      | 9,3    | n.a.    | n.a.    | 5,17        |
| GRUNDWERT-FONDS              | 69,68        | 73,16  | 71,80           | 69,00 | 0,6              | -2,8     | -1,8   | 2,1     | 2,4     | 4,02        |
| HAUSINVEST EUROPA XTF        | 42,23        | 42,37  | 42,44           | 40,16 | 1,9              | 3,4      | 2,3    | 3,1     | 3,4     | 2,84        |
| KANAM GRUNDINVEST FONDS      | 56,69        | 59,81  | 58,22           | 54,23 | 1,2              | 3,7      | -1,3   | 6,6     | 6,8     | 7,06        |
| SEB IMMOINVEST               | 58,17        | 61,22  | 58,17           | 55,41 | 1,8              | 2,9      | 1,3    | 4,8     | n.a.    | 3,95        |
| #NV                          | #NV          | #NV    | #NV             | #NV   | #NV              | #NV      | #NV    | #NV     | #NV     | #NV         |
| <b>Average</b>               |              |        |                 |       | #NV              | #NV      | #NV    | #NV     | #NV     | #NV         |

Source: Bloomberg (close price), HSH Nordbank

| Real Estate Equities funds*  | Price in EUR | Prices 52 Weeks |        | Performance in % |          |        |         |         |
|------------------------------|--------------|-----------------|--------|------------------|----------|--------|---------|---------|
|                              |              | high            | low    | 3 months         | 6 months | 1 year | 3 years | 5 years |
| EUROPA IMMOBILIA CERTIFICATE | 218,27       | 248,16          | 165,20 | -9,3             | -3,2     | 24,6   | 28,5    | 16,9    |
| EasyETF EPRA EUROZONE        | 296,03       | 337,12          | 215,80 | -8,0             | 3,6      | 29,3   | n.a.    | n.a.    |
| CREDIT SUISSE EQ-EURO PROP-B | 26,45        | 30,22           | 20,29  | -7,8             | -3,7     | 21,7   | 28,0    | 20,1    |
| HENDERSON HORIZ-PAN EU PR-A2 | 41,86        | 45,63           | 29,43  | -2,7             | 4,3      | 33,6   | 35,1    | 25,4    |
| E&G FONDS-IMMO EUROPA-C CAP  | 367,65       | 378,00          | 285,86 | 1,0              | 7,4      | 19,9   | 25,0    | 17,0    |
| E&G FONDS-IMMO EUROPA-C DIS  | 292,37       | 301,64          | 249,07 | 1,0              | -1,9     | 9,4    | 24,3    | 16,6    |
| MORGAN ST SICAV EURO PROP-A= | 37,32        | 42,12           | 27,21  | -7,2             | -2,2     | 29,2   | 27,2    | 19,2    |
| BALZAC REAL ESTATE INDEX-P   | 339,12       | 372,86          | 242,68 | -4,4             | 6,0      | 30,8   | 31,8    | 23,5    |
| ING (L) INV-EUROPE RE EST-PC | 997,13       | 1.090,47        | 703,15 | -3,4             | 3,6      | 30,3   | 28,4    | 18,7    |
| <b>Average</b>               |              |                 |        | -4,6             | 1,6      | 25,4   | 28,5    | 19,7    |

\* Für deutsche Investoren: Jeweils Relevanz Investmentgesetzes (früher AuslInvG) prüfen; \*\* based on domestic Main Index

Source: Bloomberg (close price), HSH Nordbank

### Das Bewertungskonzept

Diese Bewertung basiert auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbaren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Zudem wurden vom Unternehmen veröffentlichte Daten und Prognosen verwendet.

Im Mittelpunkt unserer Betrachtung steht der faire Wert des Unternehmens. Diesen leiten wir aus dem NAV-Konzept und der am Shareholder Value ausgerichteten Economic Value Added Analyse (EVA<sup>®</sup>) ab. Durch diesen Ansatz wird transparent, wie hoch bei Immobilienaktiengesellschaften der Ab- bzw. Zuschlag zum NAV ausfällt. Das Verfahren bewertet die Unternehmen individuell anhand ihrer Fähigkeit, Wertsteigerungen zu realisieren, ihrer Rentabilität und ihrer Strategie.

Die Eigenkapitalkosten werden mittels des CAPM abgeleitet. Der risikofreie Zins orientiert sich an den 10jährigen Bundesanleihen, wobei ein Durchschnitt über die letzten 20 Jahre gebildet wurde. Die Risikoprämie ist als Differenz zwischen dem risikofreien Zins und der durchschnittlichen Aktienmarktrendite berechnet. Da eine möglichst langfristige und breite Betrachtung sinnvoll ist, haben wir als Zeitraum die letzten 20 Jahre und als Bezugsindex für die Aktienmarktrendite den CDax gewählt. Das individuelle Unternehmensrisiko berücksichtigen wir durch den Beta-Faktor.

Die gesamten Kapitalkosten setzen sich aus Eigen- und Fremdkapitalkosten zusammen. Dafür wird der WACC – weighted average cost of capital – verwendet. Der WACC ist die gewichtete Summe aus Eigen- und Fremdkapitalkosten, wobei die Gewichtung entsprechend der Anteile des Eigenkapitals zu Marktpreisen und der Verschuldung am investierten Kapital erfolgt. Den steuerlichen Vorteilen der Fremdfinanzierung wird dadurch Rechnung getragen, dass im WACC der Fremdkapitalzins nach Steuern (mit Hilfe der durchschnittlichen Steuerquote) eingesetzt wird.

Mittels der Economic Value Added-Analyse (EVA<sup>®</sup>) berechnet man den Unternehmenswert als Summe aus dem investierten Eigenkapital zu Marktwerten und dem Market Value Added (MVA), also der Wertschöpfung über das investierte Kapital hinaus. Den MVA erhält man, wenn man alle künftigen EVA<sup>®</sup>'s diskontiert und addiert. Der EVA<sup>®</sup> gibt den Betrag der Wertschaffung im betreffenden Jahr an, sofern er positiv ist. Ist er negativ, hat das Unternehmen Wert vernichtet. Man ermittelt EVA<sup>®</sup>'s als Differenz aus dem betrieblichen Gewinn nach Steuern (NOPAT) und den absoluten Kapitalkosten. Die Kapitalkosten werden anhand des WACC's berechnet. Die Basis dafür ist das investierte Kapital. Man erhält mit dem EVA<sup>®</sup> also eine Art Übergewinn. Wert wird geschaffen, wenn der erzielte Gewinn größer ist als die Kapitalkosten. Das investierte Kapital ermitteln wir über die Passiv-Seite. Es umfasst das Eigenkapital inklusive Anteile Dritter und stiller Reserven, die Verschuldung und die Pensionsrückstellungen. Diskontiert werden die EVA<sup>®</sup>'s mit dem WACC. Der WACC-Ansatz impliziert, dass der Steuervorteil aus Fremdfinanzierung im Diskontierungszinssatz enthalten ist und auf Ebene der Cashflows eliminiert wurde. Dies geschieht durch das Herausrechnen der durch den Zinsaufwand entstandenen Steuerersparnis. Für die Unternehmensbewertung arbeiten wir mit einem 2-Phasen-Modell, um den Wachstumspfad des Unternehmens im Zeitablauf abzubilden. Wir ermitteln die EVAs über die ersten fünf Jahre explizit auf Basis unserer Planungsrechnung. In der zweiten Phase wird für die EVAs mittels einer ewigen

Rente ein Terminal Value ermittelt. Dabei wird eine konstante Wachstumsrate unterstellt. Das Unternehmen nähert sich der allgemeinen Marktentwicklung an und wächst nur noch wie der Gesamtmarkt.

Multiplikatoren bieten hingegen nur eine relative Bewertung und sagen nichts über das absolute Bewertungsniveau. Sie sind zudem stark abhängig von der Marktstimmung. Zur Bestimmung des fairen Wertes setzen wir keine Multiplikatoren ein. Die Angabe von Multiplikatoren ist rein informativ und soll nur einen Überblick über das relative Bewertungsniveau geben.

#### Definition des Net Asset Value

|   |  |
|---|--|
| Marktwerte der Immobilien (inklusive stille Reserven)           |  |
| + Addition der übrigen Vermögensgegenstände                     |  |
| = Brutto Asset Value  |  |
| ./. Verbindlichkeiten (zinstragende und zinslose)               |  |
| = Net Asset Value (NAV)   |  |
| ./. Verkaufstransaktionskosten (z.B. Makler, Grunderwerbsteuer) |  |
| ./. Latente Steuern auf Veräußerungsgewinne                     |  |
| = NAV nach EPRA (NNNAV)   |  |
| : Anzahl der ausgegebenen Aktien                                |  |
| = NAV je Aktie  |  |

#### HSH Nordbank Bewertungsmodell für Immobilienunternehmen

|   |                         |
|---|-------------------------|
| Marktwerte der Immobilien<br>(enthalten die stillen Reserven) | fordern Kapitalkosten   |
| + Sonstiges Vermögen  |                         |
| ./. Verbindlichkeiten des Unternehmens                        |                         |
| = Net Asset Value (NAV)                                       | Statische Betrachtung   |
| Eigenkapital zu Buchwerten                                    | Dynamische Betrachtung  |
| + stille Reserven des Immobilienportfolios                    |                         |
| + Finanzverbindlichkeiten                                     |                         |
| + Pensionsrückstellungen                                      |                         |
| = Investiertes Kapital  | fordern Kapitalkosten   |
| X Kapitalkosten (WACC)<br>gewichtet nach Marktwerten          |                         |
| = Capital Charge  |                         |
| NOPAT (betrieblicher Gewinn ohne AfA)                         |                         |
| ./. Capital Charge  |                         |
| = Economic Value Added (EVA <sup>®</sup> )                    | Wertzuwachs bzw. -abbau |
| EVA <sup>®</sup> aller Perioden<br>mit WACC diskontiert       |                         |
| = Market Value Added (MVA)                                    | Discount bzw. Premium   |
| ./. Anteile Dritter am Eigenkapital                           |                         |
| + Net Asset Value (NAV)                                       |                         |
| = Shareholder Value / FairValue                               |                         |

### HSH Nordbank Aktien-Rating

Das Ratingsystem der HSH Nordbank umfasst die Handlungsempfehlungen **Kaufen**, **Halten** und **Verkaufen**. Das Rating einer Aktie basiert auf der Kombination von erwarteter Rendite für die kommenden zwölf Monate und dem Anlagerisiko.

Die **erwartete Rendite** setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen.

Das **Anlagerisiko** einer Aktie ergibt sich aus einem Vergleich der annualisierten Volatilität\* der täglichen prozentualen Kursveränderungen mit den entsprechenden Volatilitäten aller Aktien des Gesamtmarktes. Als Äquivalent für den Gesamtmarkt haben wir die Titel des DJ STOXX600® Europe ausgewählt. Dieser Index umfasst die 600 größten Unternehmen in Europa. Für alle diese Aktien werden die annualisierten Volatilitäten der täglichen prozentualen Kursveränderungen ermittelt.

Ausgehend vom Median\*\* aller Volatilitäten werden drei Risikoklassen bestimmt:

- **Niedriges Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie ist mindestens 15% kleiner als der Median.
- **Mittleres Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie liegt in einer Bandbreite von jeweils bis zu 15% unter bzw. über dem Median.
- **Hohes Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie ist mindestens 15% größer als der Median.

Alle sechs Monate wird die Einstufung einer Aktie in eine Anlagerisikoklasse aktualisiert. Dafür wird der Median aus allen Aktien des Gesamtmarktes neu ermittelt. Von diesem aktuellen Median werden neue absolute Grenzen zwischen den Risikoklassen festgelegt, die wiederum jeweils 15% unter bzw. über dem Median liegen. Die Aktie wird anhand ihrer Volatilität einer Risikoklasse zugeordnet. Für die Berechnung der Volatilitäten werden die täglichen prozentualen Kursveränderungen der zwölf Monate vor dem halbjährlichen Aktualisierungsstichtag genommen.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Kauf** bei einer erwarteten Rendite von über:

- 10% bei einem niedrigen Anlagerisiko,
- 15% bei einem mittleren Risiko sowie
- 20% bei einem hohen Risiko.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Halten** bei einer erwarteten Rendite:

- von 0% bis 10% bei einem niedrigen Anlagerisiko,
- von 0% bis 15% bei einem mittleren Risiko sowie,
- von 0% bis 20% bei einem hohen Risiko.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Verkauf**, wenn die erwartete Rendite kleiner als 0% ist.

**Eine Aktualisierung bzw. Bestätigung des Ratings erfolgt mindestens einmal im Kalenderjahr.**

\* Volatilität: Maß zur Risikomessung. Die Volatilität ist die Standardabweichung einer Zufallsvariablen (hier der prozentualen Aktienkursveränderungen).

\*\* Median: mittelster Wert einer Menge von Werten, hier dem DJSTOXX600®-Index. Der Median ist der mittlere Wert einer Grundgesamtheit/Stichprobe bei ungerader Anzahl von Werten, bei gerader Anzahl von Werten wird er aus dem arithmetischen Mittelwert der beiden mittleren Werte ermittelt.

## Übersicht HSH Nordbank Aktien-Rating

| Aktien-Rating | Rendite aus Kursveränderung und Dividende |            |             |             |        |
|---------------|---|------------|-------------|-------------|--------|
| HSH Nordbank  | unter 0%                                  | 0% bis 10% | 10% bis 15% | 15% bis 20% | ab 20% |
| niedrig       | Verkauf                                   | Halten     | Kauf        | Kauf        | Kauf   |
| mittel        | Verkauf                                   | Halten     | Halten      | Kauf        | Kauf   |
| hoch          | Verkauf                                   | Halten     | Halten      | Halten      | Kauf   |

## Ratings der HSH Nordbank

|           | Coverage insgesamt | Inv.Bank.-Aktivitäten |
|-----------|--------------------|-----------------------|
| Kaufen    | 33%                | 50%                   |
| Halten    | 56%                | 50%                   |
| Verkaufen | 11%                | 0%                    |

## Coverage bei Inv-Bank.-Aktivität:

|                |         |        |
|----------------|---------|--------|
| HCI Capital    | Rating: | Kaufen |
| IVG Immobilien | Rating: | Halten |

Quelle: HSH Nordbank, Inv.-Bank. = Investmentbanking

## TAG Tegersee - Kursverlauf und Empfehlungen



## Disclosure / Rechtliche Hinweise

Bei allen in dieser Analyse angegebenen Kursen handelt es sich bei deutschen Unternehmen um den XETRA-Schlusskurs, bei ausländischen Unternehmen um den Schlusskurs der jeweiligen Heimatbörse des jeweils dem Datum der Analyse vorangegangenen Handelstages.

Die in dieser Analyse veröffentlichten Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbaren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen wir keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen.

Die Aussagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben, sondern lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe. Sie stellen insbesondere kein Angebot zum Kauf oder Verkauf im rechtlichen Sinn dar. Ihre Lektüre kann daher eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Dafür stehen Ihnen unsere Mitarbeiter gerne zur Verfügung. Die HSH Nordbank AG kann nicht für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalte entstanden sind oder die in einer anderen Weise im Zusammenhang mit diesen Dokumenten stehen.

Die HSH Nordbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt.

Die HSH Nordbank AG hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten ohne Bekanntgabe des Rating-Ergebnisses zur sachlichen Prüfung zugeleitet. Sachliche Richtigstellungen von Seiten des Emittenten wurden bei inhaltlicher Zustimmung von Seiten des Erstellers anschließend in der Analyse berücksichtigt. Der Emittent hat keinen Einfluss auf das Rating-Ergebnis genommen.

## **Anschrift**

HSH Nordbank AG  
Gerhart-Hauptmann-Platz 50  
20095 Hamburg

Martensdamm 6  
24103 Kiel

www.hsh-nordbank.com  
Bloomberg: HSHR <Go>

## **Redaktion und Ansprechpartner**

### **Research**

Dirk Gojny, CFA, CEFA (Head)  
Telefon +49-40-33 33-118 56  
dirk.gojny@hsh-nordbank.com

### **Wind-Energie-Research**

Arndt Krakau  
Telefon +49-40-33 33-115 48  
arndt.krakau@hsh-nordbank.com

### **Öl & Gas-Research**

Andy Sommer  
Telefon +49-40-33 33-120 64  
andy.sommer@hsh-nordbank.com

### **Finanzdienstleister-Research**

Stefan Gäde  
Telefon +49-40-33 33-120 29  
stefan.gaede@hsh-nordbank.com

### **Immobilien-Research**

Stefan Goronczy, CEFA  
Telefon +49-40-33 33-120 23  
stefan.goronczy@hsh-nordbank.com

### **Steffen Wollnik, CFA**

Telefon +49-40-33 33-119 28  
steffen.wollnik@hsh-nordbank.com

### **Transport-Research**

Claudia Erdmann, CFA, CEFA  
Telefon +49-40-33 33-118 84  
claudia.erdmann@hsh-nordbank.com

### **Equity Sales**

Horst Gutbier  
Telefon +49-431-900-252 21  
horst.gutbier@hsh-nordbank.com

### **Immobilien-Investmentbanking**

Gerrit Saathoff  
Telefon +49-40-33 33-137 13  
gerrit.saathoff@hsh-nordbank.com

Die in dieser Analyse veröffentlichten Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbaren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen wir keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen.

Die Aussagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben, sondern lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe. Sie stellen insbesondere kein Angebot zum Kauf oder Verkauf im rechtlichen Sinn dar. Ihre Lektüre kann daher eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Dafür stehen Ihnen unsere Mitarbeiter gerne zur Verfügung. Die HSH Nordbank AG kann nicht für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalte entstanden sind oder die in einer anderen Weise im Zusammenhang mit diesen Dokumenten stehen.

Die HSH Nordbank als für die Erstellung und Weitergabe dieser Analyse verantwortliches Kreditinstitut unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60349 Frankfurt am Main.